

开发投资保持韧性，未来趋势性下行

——11月份房地产开发投资细分数据跟踪

投资要点：

1、2019年房地产开发投资增速韧性较强。2019年房地产开发投资增速略超市场预期，韧性较强，主要由于土地购置费的滞后效应和建安费用较为强劲的增长对开发投资形成支撑。

2、滞后的土地和强劲的建筑对投资形成支撑。19年开发投资增速保持较强韧性有两方面原因，一方面是由于建安费用对投资形成较强的支撑，19年建安费用增长较为强劲，年初实现增速由负转正，之后逐步走强，1-11月累计同比增速为7.2%，走出18年的历史底部，重新回到16年以来的平均水平。另一方面，土地购置费增速虽然有所回落，由57%下滑至17%，但仍位于2011年至今的中等偏上水平，依然对开发投资额具有支撑作用。两因素合力作用下，地产投资增速保持较强韧性。

3、预计2020年土地购置费1-2季度平稳探底。2019年年初，土地成交价呈现断崖式下跌，5月份累计同比跌至2010年以来的最低点-35.6%，下半年随着土地溢价率逐步回归理性，降幅逐步收窄但仍在下行区间。随着18年大规模拿地的价款支付完结，19年房企谨慎拿地，土地成交价款的下降会逐步传导至土地购置费，带动土地购置费用增速回落，我们预计2020年1-2季度土地购置费累计增速将平稳探底，若2020年土地市场继续回暖，土地成交价款累计增速由负转正，则土地购置费将在下半年企稳。

4、预计2020年建安费用增长放缓，对投资的支撑作用减弱。从房屋建造由开工、施工、竣工的先后顺序看，明年新开工预计趋势性走弱，一方面由于销售端存在压力，市场对销售预期下降，房企开工意愿有所减弱，难以通过大幅增加新开工面积提高施工存量；另一方面，今年房企拿地较为谨慎，土地储备不足将制约新开工的进度。19年竣工面积累计降幅收窄持续验证竣工复苏的逻辑，1-11月竣工累计同比-4%，较去年同期大幅收窄8.7pct，竣工的复苏会在一定程度上减少在建房屋数量。综上，逐步走弱的开工和强劲复苏的竣工将导致施工面积难以维持较高增速，建安费用的增长放缓。

5、投资建议：2020年从影响房地产开发投资的两大因素来看，预计土地购置费在1-2季度平稳探底，建安费用增长放缓，两个因素影响叠加下2020年房地产开发投资增速将继续缓步下行。我们在综合考虑了宏观经济、城镇化率、货币政策以及因城施策等因素下，预计2020年房地产投资增速6-8%。我们继续看好地产板块的估值修复和切换行情。行业基本面平稳，政策边际改善，估值和仓位处于低位，以上将逐步催化地产板块的估值修复行情。集中度提升逻辑不变，龙头房企能够发挥融资、品牌及运营管理优势，获取更多高性价比的土地储备。我们推荐业绩确定性强，资源优势明显，市占率有较大提升空间的万科A(000002)、保利地产(600048)，销售增速高于行业平均，业绩释放较充分的阳光城(000671)。

6、风险提示：市场销售超预期下行，政策边际收紧等。

房地产行业

推荐 维持评级

分析师

潘玮 房地产行业分析师

☎：(8610) 6656 8212

✉：panwei@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511070002

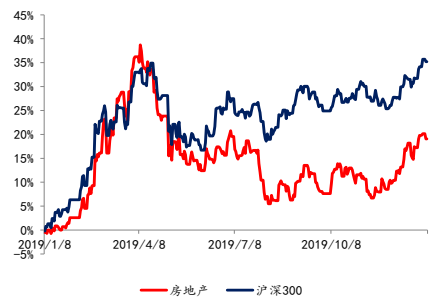
特别鸣谢

王秋薇

☎：(8610) 86359285

✉：wangqiuweij@chinastock.com.cn

相对沪深300表现图



资料来源：wind，中国银河证券研究院

相关研究

【银河地产】行业点评_房地产行业_销售、投资保持韧性，新开工和施工如期回落——国家统计局11月份行业数据跟踪-2019.12.17

【银河地产】行业点评_房地产行业_销面增速今年首次转正，新开工反弹或不具备持续性——国家统计局10月份行业数据跟-2019.11.15

【银河地产】行业点评_房地产行业_销售、投资具有韧性，竣工修复还在途中——国家统计局9月份行业数据跟踪-2019.10.21

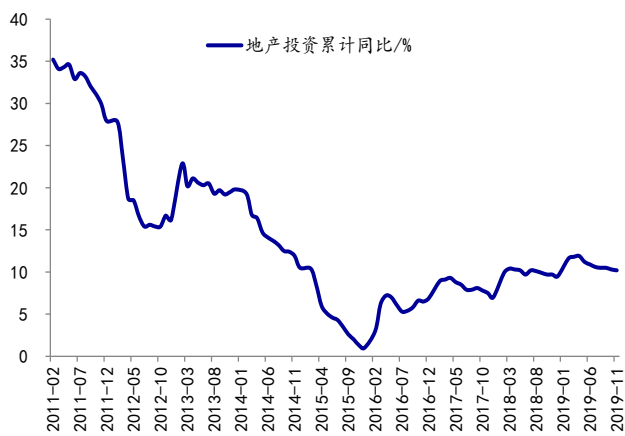
目 录

一、2019 年房地产开发投资增速韧性较强.....	2
(一) 滞后的土地和强劲的建安对投资形成支撑.....	2
二、开发投资增速预期缓步下行.....	3
(一) 预计 2020 年土地购置费 1-2 季度平稳探底.....	3
(二) 预计 2020 年建安费用增长放缓, 对投资的支撑作用减弱.....	4
三、投资建议.....	5
四、风险提示.....	5

一、2019 年房地产开发投资增速韧性较强

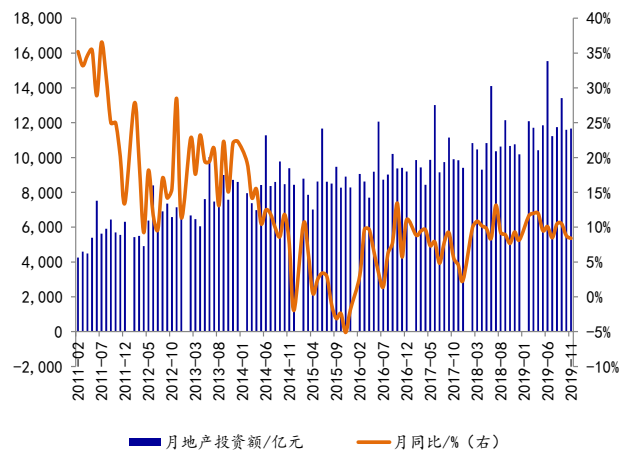
2019 年房地产开发投资增速略超市场预期，韧性较强，主要由于土地购置费的滞后效应和建安费用较为强劲的增长对开发投资形成支撑。2019 年 1-11 月房地产开发投资额达 121,265 亿元，同比增长 10.2%。开发投资额按投资内容为标准，可划分为建筑工程、安装工程、设备购置、土地购置及其他费用，11 月分别占比 56.35%、5.06%、1.30%、32.41%、4.88%。我们将除获取土地以外的投资统归为建安费用，与土地购置费一同构成影响房地产开发投资额变动的两大影响因素。建安费用与土地购置费变动走势呈现分化现象，同步性较弱，不同阶段下各因素对投资额的影响力度具有差异。

图 1：地产投资累计同比



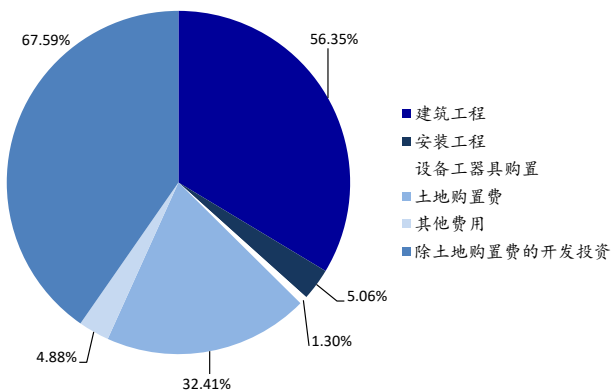
资料来源：wind，中国银河证券研究院

图 2：月度地产投资及同比



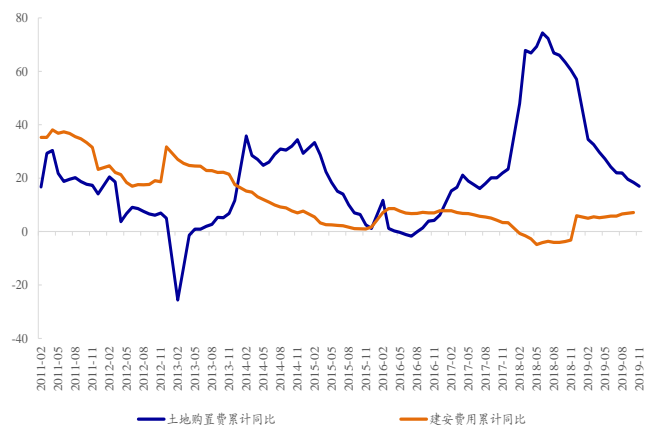
资料来源：wind，中国银河证券研究院

图 3：2019 年 11 月开发投资额构成



资料来源：wind，中国银河证券研究院

图 4：土地购置费与建安费用出现分化



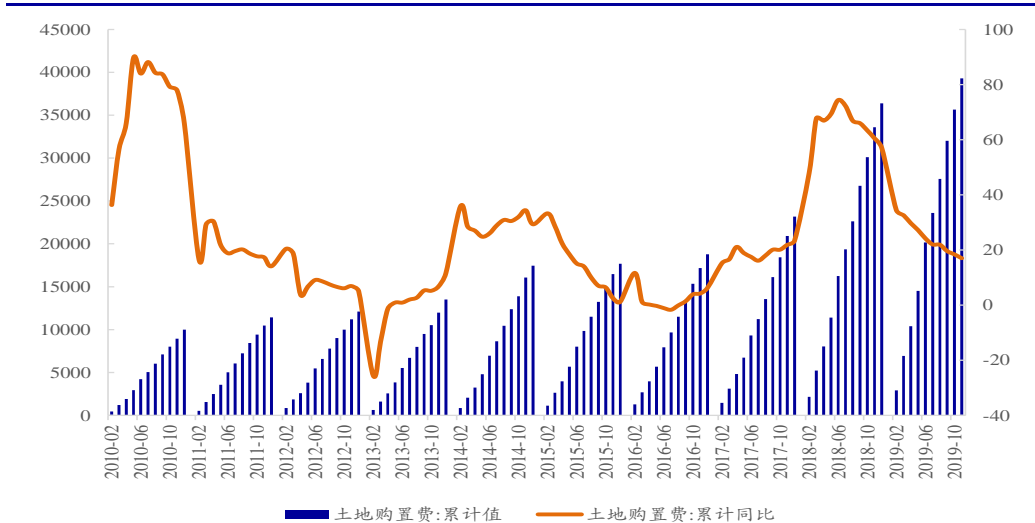
资料来源：wind，中国银河证券研究院

（一）滞后的土地和强劲的建筑对投资形成支撑

19 年开发投资增速保持较强韧性有两方面原因，一方面是由于建安费用对投资形成较强的支撑，19 年建安费用增长较为强劲，年初实现增速由负转正，之后逐步走强，1-11 月累计同比增速为 7.2%，走出 18 年的历史底部，重新回到 16 年以来的平均水平。另一方面，土地购置费增速虽然有所回落，由 57% 下滑至 17%，但仍位于 2011 年至今的中等偏上水平，依然

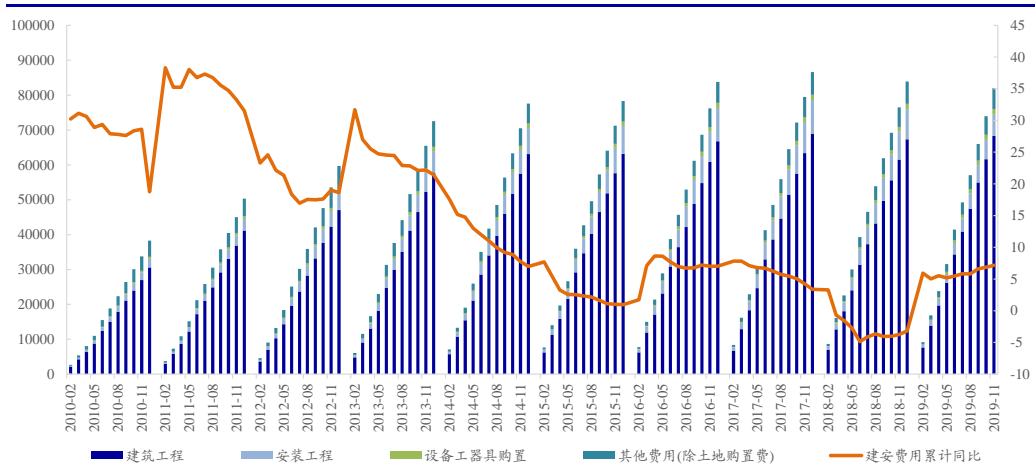
对开发投资额具有支撑作用。两因素合力作用下，地产投资增速保持较强韧性。

图 5: 建安费用及同比变动



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 6: 建安费用及同比变动



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

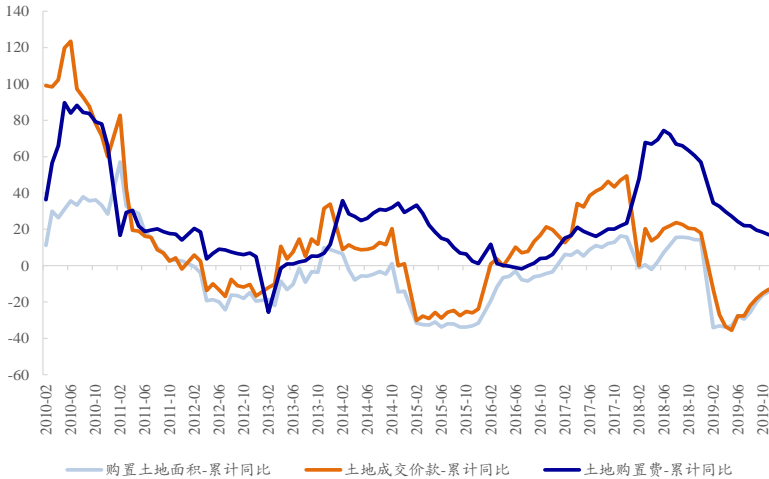
二、开发投资增速预期缓步下行

(一) 预计 2020 年土地购置费 1-2 季度平稳探底

土地出让价款分期缴纳导致了土地购置费与土地成交价走势错位。土地成交价作为合同价款，反映了房地产开发商当期拿地情况，而土地购置费则是按照实际支付金额分期计入房地产开发投资，受前期拿地影响较大。从历史走势看，土地成交价作为先行指标，领先土地购置费约 2-3 个季度，可根据土地成交价格的变动预期未来半年左右土地购置费的变动趋势。2019 年年初，土地成交价呈现断崖式下跌，5 月份累计同比跌至 2010 年以来的最低点-35.6%，下半年随着土地溢价率逐步回归理性，降幅逐步收窄但仍在下行区间。随着 18 年大规模拿地的价款支付完结，19 年房企谨慎拿地，土地成交价格的下降会逐步传导至土地购置费，带动土地购置费用增速回落，我们预计 2020 年 1-2 季度土地购置费累计增速将平稳探底，若 2020

年土地市场继续回暖，土地成交价款累计增速由负转正，则土地购置费将在下半年企稳。

图 7: 土地成交价变动领先土地购置费



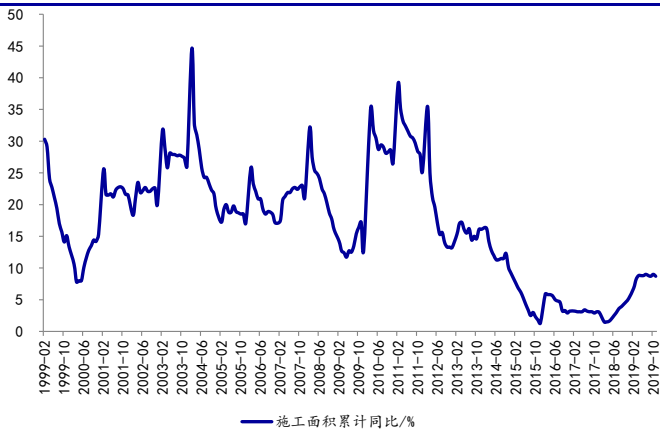
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

(二) 预计 2020 年建安费用增长放缓，对投资的支撑作用减弱

建安费用与施工面积增速关联性较强，施工面积高存量时期，设备、安装、工程费用随之增加。在施工单价（施工投资/施工面积）同比增速长期为负情况下，2019 年建安费用同比上涨主要受施工面积增长的影响，今年平稳的开工和较强的复工对施工形成的支撑，2019 年 1-11 月施工面积累计同比为 8.7%，较去年同期增加 4pct。

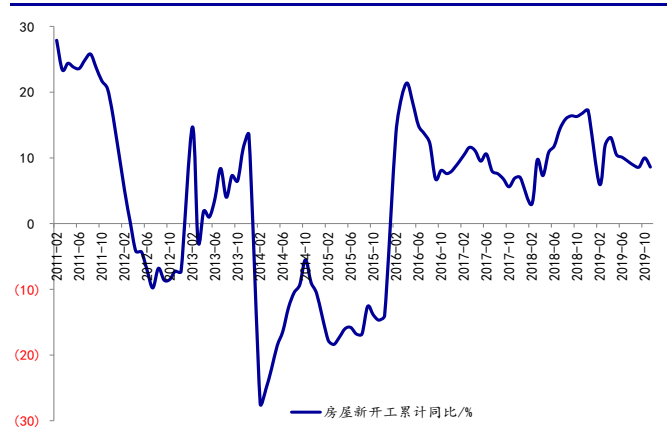
从房屋建造由开工、施工、竣工的先后顺序看，明年新开工预计趋势性走弱，一方面由于销售端存在压力，市场对销售预期下降，房企开工意愿有所减弱，难以通过大幅增加新开工面积提高施工存量；另一方面，今年房企拿地较为谨慎，土地储备不足将制约新开工的进度。19 年竣工面积累计降幅收窄持续验证竣工复苏的逻辑，1-11 月竣工累计同比-4%，较去年同期大幅收窄 8.7pct，竣工的复苏会在一定程度上减少在建房屋数量。综上，逐步走弱的开工和强劲复苏的竣工将导致施工面积难以维持较高增速，2020 年建安费用的增长将放缓。

图 8: 房屋施工面积累计同比



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 9: 房屋新开工面积累计同比



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

三、投资建议

总的来看，由于土地购置费的滞后效应和建安费用较为强劲的增长对开发投资形成支撑，2019年房地产开发投资增速略超市场预期，韧性较强。2020年从影响房地产开发投资的两大因素来看，预计土地购置费在1-2季度平稳探底，建安费用增长放缓，两个因素影响叠加下2020年房地产开发投资增速将继续缓步下行。我们在综合考虑了宏观经济、城镇化率、货币政策以及因城施策等因素下，预计2020年房地产投资增速6-8%，销售金额增速1-2%，新开工面积3%左右，商品房销售价格稳中有升，其中预计一二线城市涨3.5%，三四线0%；竣工面积增速6-8%。

我们继续看好地产板块的估值修复和切换行情。从基本面上看，行业整体运行稳定，前期政策调控效果较好，“三稳”目标基本实现，政策环境边际改善；估值方面，板块估值仍处于历史低位，有较大的修复空间；基金仓位方面，公募基金对房地产板块持仓已经连续三个季度下降，具备反弹空间。行业基本面平稳，政策边际改善，估值和仓位处于低位，以上将逐步催化地产板块的估值修复行情。集中度提升逻辑不变，龙头房企能够发挥融资、品牌及运营管理优势，获取更多高性价比的土地储备。城镇化进程加速，一二线及强三线城市需求将进一步释放。我们推荐业绩确定性强，资源优势明显，市占率有较大提升空间的万科A(000002)、保利地产(600048)，销售增速高于行业平均，业绩释放较充分的阳光城(000671)。

四、风险提示

市场销售超预期下行，政策边际收紧等。

插图目录

图 1: 地产投资累计同比	2
图 2: 月度地产投资及同比	2
图 3: 2019 年 11 月开发投资额构成	2
图 4: 土地购置费与建安费用出现分化	2
图 5: 建安费用及同比变动	3
图 6: 建安费用及同比变动	3
图 7: 土地成交价变动领先土地购置费	4
图 8: 房屋施工面积累计同比	4
图 9: 房屋新开工面积累计同比	4

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

潘玮，房地产行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn